

「利益の質」とメインバンクの投資比率に関する一考察

児島 幸治*

“Quality of Earnings” and Main Bank Equity Investment

Koji KOJIMA

要旨：本論文は、日本におけるメインバンクの融資先企業への出資が、「利益の質」に及ぼす影響について、先行研究をレビューし理論的に考察することを目的とする。利益の質（財務報告の質）についての先行研究、メインバンクを含む株式所有形態が企業統治に及ぼす影響を検証した先行研究をレビューし、財務報告の質に与える影響について指摘した。

Abstract :

The purpose of this paper is to review and analyze prior literature that examine “reporting earnings quality” and effect of Japanese main bank system and other shareholders may have on it. The author introduces the empirical results by Kojima et al. (2017) among other research, and points out that : Shareholding of the main bank improves earnings quality of its borrowing firms through efficient monitoring. Second, shareholding of the main bank helps attenuate adverse effect of foreign shareholding on earnings quality, indicating that the main bank can substitute the role of foreign shareholders. Third, the effect of institutional, executive and dominant shareholding on earnings quality disappears when the main bank injects equity, implying that the monitoring role of the main bank is still effective in Japan’s contemporary financial condition. Fourth, the role of the main bank remains significant when cross shareholding and stable shareholding are also considered. The policy implication of the paper is that bank regulators should consider relaxing the cap on equity ownership by the main bank in Japan to help improve reporting earnings quality of business firms.

キーワード：メインバンク制度、利益の質、企業統治（コーポレート・ガバナンス）

1. はじめに

本論文は、メインバンクの出資比率が融資先（および出資先）企業の「利益の質」に及ぼす影響について理論的に考察することを目的とする。Kojima, Adhikary, and Mitra (2017) は、メインバンクの出資比率が貸付先の製造業企業の利益の質に及ぼす影響を検証している。検証の結果、メイ

ンバンクの貸付比率ではなく、出資比率が高いほど、貸付先企業（検証対象は製造業に属する上場企業）の「利益の質」が高いことを明らかにした。これは、日本においてメインバンク制度が貸付先企業の利益の質、ひいては財務報告の質に正の影響を及ぼしていることを示唆している。先行研究においては、金融機関と取引先企業との間の私的な関係により、公的な情報である財務報告の

*関西学院大学国際学部教授

相対的な重要性が低いことを示唆する研究も存在する (Biddle and Hilary 2006) が、私的情報と公的情報が相互補完的であると主張する研究 (Beatty, Liao, and Weber 2010) も存在し、メインバンク制度が貸付先企業の財務報告の質に与える影響についてはさらなる検証が必要であると考えられる。

Kojima et al. (2017) は、他の影響力の大きい株主の影響を考慮してもメインバンクの出資比率が大きいと利益の質が高まること、外国人投資家の出資比率が大きいと利益の質が低まること、さらにメインバンクによる出資によりその影響力はみられなくなること、株式持合の影響を考慮してもメインバンクの利益の質への影響が残ること、機関投資家および内部関係者持分の影響はメインバンクの出資によりみられなくなるといった検証結果を示している。現在、日本では規制当局による、銀行の出資規制 (いわゆる 5% ルール) が存在し、その見直し作業も行われてはいるが、Kojima et al. (2017) の実証結果は、現行の出資規制を緩和することにより、出資先企業の利益の質が高まり、ひいては幅広く投資意思決定の判断に影響を及ぼす財務報告の質が高まる可能性を示唆している。

また、「利益の質」に関する研究は Dechow et al. (2010) によれば、「利益の質」の決定要素に関して 6 つに分類 (企業特徴、企業財務報告実務、企業統治 (コーポレート・ガバナンス)・統制、監査人、資本市場におけるインセンティブ、および外的要因) される。本論文では、特にメインバンクによる出資、持株比率と関係のある「企業統治・統制」の分野の研究について概説している。さらに、メインバンク以外の株式所有が利益の質に与える影響を分析した先行研究についても概説する。

本論文の構成は次の通りである。まず、日本におけるメインバンク制度について、特にメインバンク制度が貸付先企業の企業統治に及ぼす影響について検証した先行研究を概観する。次に「財務報告の質」ないしは「利益の質」についての先行研究を概観する。最後に、メインバンク制度が貸付先企業の「財務報告の質」ないしは「利益の

質」に及ぼす影響についての先行研究を概説し、理論的な分析をおこなう。

2. 日本におけるメインバンク制度

2.1. 第二次世界大戦前のメインバンク制度

日本におけるメインバンク生成の歴史は、第二次世界大戦中、戦時経済下で形成された協調融資団に求められる (岡田 1999 (第 3 章)、Teranishi (1994)、星野 2001)。Teranishi (1994) によれば、明治期以来の企業所有形態と資金調達の変容は 3 局面に区分できる。第一は、1880 年代からの民間企業が自己金融を行い、企業支配システムにおいて大株主が優勢であった局面である。第二は第一次世界大戦から 1930 年代初頭にかけての時期で、外部資金調達が盛んになったが、まだ大株主が影響力を有していた時代である。第三は、1930 年代中頃に始まる大株主の権利が浸食され、経営者の独立性が高まった時代である。第二次世界大戦中の戦時経済では、労働者の地位を安定させ、軍需産業に優先的に資源配分するために、政府は大株主中心の体制を変更し、国家総動員法第 11 条で配当の制限を行い、結果従業員の権利が尊重され、労使関係が改善し、企業の株価は大幅に下落した。企業経営に統制力を持った株主、特に大株主の力は大幅に弱められた。

資本蓄積と軍需支出の増加をもくろむ政府は国民の貯蓄を吸収しようと新しい金融体制をつくりだした。この新体制では、企業への資金貸付の基準は返済可能性ではなく、その国家への貢献度であった。1940 年、政府は「経済新体制確立要綱」を作成し、企業改革の手段として企業経営を株主の利潤追求動機から解放すべき旨を記した。同時に「財政金融基本方策要綱」が公布され、返済可能性審査に基づいた資金貸付ではなく、国家への貢献の高い、国家に必要な財を供給できる企業に傾斜的に資金が配分されることになった。政府は金融機関の合併、指定銀行制の指示を行い、1942 年には、全国金融統制会が結成され、日本銀行の指導のもとに協調融資団が作成された。全国金融統制会は融資団の代表銀行に融資先のモニタリングを行うことを指示した。この代表銀行のモニタリングの結果、下した判断に融資団に属する他の

銀行が従うという形態は第二次世界大戦後のメインバンク制度と類似しており、これがメインバンク制度の原型と考えられている (Teranishi 1994)。

戦後期において、企業経営者は官僚の直接支配から自由になった。そして財閥解体と財産税の導入により、持株会社と財閥の所有株式のほとんどが消滅した。さらに証券民主化とよばれた株式公募が行われ、小個人株主層が出現した。1950年の朝鮮戦争勃発により巨額の特需がうみだされ、日本企業が重化学工業化を基礎とした高度成長の軌道に乗り、同時に銀行がシンジケーションを利用して他の銀行から資金調達するインセンティブを与えた (Teranishi 1994)。

第二次世界大戦後のメインバンク制度については、青木 (2008) による説明を用いて後述するが、1930年代以降の株式相互持合は、大株主の消滅と1950年前後の企業乗っ取りの動きにより、企業経営者は自分たちの経営自主性を守るために、株式相互持合に積極的になり、さらに銀行も企業預金を効率的に獲得するために、預金ネットワークとしての系列グループを組織することに関心があったので、株式相互持合の資金は銀行貸出によってまかなわれた。銀行の事業企業の株式所有制限は1947年の独占禁止法により議決権の5%に制限されたが、1953年には10%に引き上げられた (1977年には再度5%に引き下げられた)。系列形成においては、企業経営者と銀行の利害関係が一致した。企業経営者は、企業内の自主性を獲得した代わりに、銀行からモニタリングされることになった。借手企業が株式相互持ち合いに頼るようになり、銀行の株主としての立場は弱まったが、銀行は預金ベースの拡大により利益を得た。国家による金融規制が厳しいなか、銀行が独自のサービスや預金金利の引き上げにより預金ベースを拡大することは難しかったため、その拡大は銀行にとって極めて重要であった。そのなかで、企業経営者の自主性は増加し、メインバンク制度によるモニタリングは戦後の金融構造の中心的な形態となった。さらに、直接金融市場の発

展が遅れ、間接金融が支配的な資金供給が続いたことも、経営者の自主性が強化される一因となった。

2.2. 第二次世界大戦後のメインバンク制度

青木 (2008) は、アングロ・アメリカン・モデル (完全競争システム) の唯一普遍性に疑問を呈し、異なる経済・市場を比較する比較制度分析の手法を提唱している。新古典派経済学が、経済主体の完全合理性を前提とするのに対し、ハーバート・サイモン提唱の「限定合理性 (bounded rationality)¹⁾」を出発点とするのが特徴である。

青木 (2008、42 頁) が「情報依存的ガバナンス (contingent governance)」と表現するのが日本型コーポレート・ガバナンスであり、それを制度的に補完するのが銀行を中心とした金融制度と長期の雇用制度である。状態依存ガバナンスとは、企業の財務状態が健全である限り、企業のコントロール権は内部出身従業員から昇進・選抜された経営者 (インサイダー) に完全に委ねられているが、企業の財務状態が悪化した場合には、内部者から「特定」の外部者、すなわちメインバンクにコントロール権が自動的に移動する、ということが事前に当事者間で了解されているようなガバナンス構造であると定義される。

アングロ・アメリカン型のコーポレート・ガバナンスでも、企業の財務状態の悪化に伴い、CEOの交代は行われるだろうが、その方法は、経営不振がCEOの個人的責任問題に帰せられ、取締役会が別の内部者を新しいCEOとして選抜することもあれば、不特定の外部者がTOBを仕掛けることもある。また、企業の財務状態が健全であっても外部取締役が経営について大きな権限を有する場合も珍しくない。これに対して、日本型の情報依存的ガバナンスでは、内部者と外部者の間のコントロール権の移転が、企業の財務状態にのみ依存し、また「誰が」企業財務の悪化した状態でコントロール権を掌握するかについても、前もって当事者間で明確に了解されているというところ

1) 限定合理性－個人の情報処理能力の限界、そういった個人が集まった企業組織が完全集団合理性を成し遂げることは不可能であり、企業の生産性・競争力に差が生じる (青木 2008)。

に特色がある（青木 2008）。企業のコントロール権を掌握したメインバンクの取り得る選択肢は2つであり、それは救済と清算である。

Aoki (1994) および青木 (2008) によれば、状態依存的ガバナンスにおけるメインバンクの役割は、企業の財務状態のモニタリング（情報収集と評価）を他の投資家から委託されている仕組みと解釈できる。メインバンクのコーポレート・ガバナンスに対する積極的関与は、企業の財務状況が悪化した場合に限られるが、このような状況下では、メインバンクも再建・清算の費用負担をしなければならない。担保権を行使して債権回収することが一般的に費用負担は少ないが、メインバンク制度による利得（メインバンク・レント）が保証されていたことにより、このような責任回避行動をメインバンクがとることは少なくとも 1970 年代半ばまではまれであった。これらのレントの源泉は、市中銀行の新規参入の制限、預金利率を低くコントロールしていた金融規制にあった。このような状態を「金融抑制（financial restraint）」とよぶ。金融抑制の状態では、レントが銀行に生じ、そのレントが金融機関の利潤として存在することで、レント獲得行動が預金獲得や借入拡大という成長志向的なバイアスを生み出す。こうしたレントの可能性が、メインバンクとしての地位の獲得とその責任遂行のインセンティブとなったと考えられている。

状態依存的ガバナンスにおけるメインバンクの役割は、企業の事後的なコントロールの行使であり、事後的（ex post）モニタリングとよぶことができる。それに対して、投資プロジェクトの融資判断のための事前審査を事前（ex ante）モニタリング、また融資後の経営状態の不断の監視を中間（interim）モニタリングとよぶ。一般に融資にメインバンクが占める割合は 20% 程度でしかなかったが、メインバンクは協調融資の中心的な責任を果たして、他の金融機関はメインバンクの融資審査における判断を受け入れた。メインバンクは、取引企業の決済口座が監視可能であり、中間モニタリングのための情報入手も有利な状況にあった。状態依存的ガバナンスにおいては、メインバンクは、取引企業の財務状態が悪くなったとき

の介入に事前にコミットすることが暗黙的に了解され、さらに事後的介入はメインバンクにとっても多額の費用がかかる可能性があるため、取引企業の財務状態が悪くならないように、事前・中間モニタリングを行うインセンティブを有するのである。

このように、我が国においては、少なくとも高度成長期時代までは、メインバンク制度が果たす機能により、企業への継続的で密接なモニタリングが行われ、結果として経営者の行動が規律づけられ、適切なガバナンスがもたらされ、金融取引に伴うエージェンシー・コストが軽減されてきたと考えられている（Diamond 1984）。

さらに Alchian and Demsetz (1972) が指摘するように、金融機関にとってモニタリングというコストが必要な行為に対して、銀行が株主となることで追加的なインセンティブが与えられ、その結果、モラルハザード問題は大きく減少すると指摘する。Prowse (1990) や Rajan (1992) も同様にメインバンク制度により、借手企業が必要な融資がより低いコストで提供されてきたことを指摘している。

アングロ・アメリカンのシステムでは、日本でのメインバンク制度が果たすモニタリング機能は、機能毎に特殊化した仲介機関やその他の機関によって遂行される。さらに、たとえば、事前モニタリングは、投資銀行、商業銀行、ベンチャー・キャピタルなど、中間モニタリングは証券アナリスト、市場裁定者、ファンド・マネージャーなど、事後的モニタリングは監査法人、企業買収者、再建請負機関、破産裁判所などによって担われてきた。戦時の国際市場からの隔離、政府統制により、戦後の日本では市場指向的な金融制度の運営に必要な、専門化した金融モニタリングを行うための資源の蓄積は非常に限定されていた。金融モニタリングの機能を米国のように、投資銀行、商業銀行、格付機関、投資基金、再建請負機関などに分散するより、銀行にその役割を統合的に委任することが实际的であったと考えられる。戦後、政府による戦時補償の打ち切りにより、企業の資本基盤は脆弱であり、株式発行は資金調達の有効な手段とはなり得なかった。

最後に、銀行の株式所有については、日本においては、独占禁止法、銀行法に基づく議決権保有の制限、そのほかに、銀行法（施行令・施行規則等）による大口信用供与等規制、銀行等の株式等保有制限法によって規制されている。このうち、独占禁止法、銀行法に基づく議決権保有の制限が、いわゆる「5%ルール」とされているが、現在、規制当局による見直し作業も行われている²⁾。

2.3. メインバンク制度のエージェンシー・コスト仮説への異論～アウトソーシング仮説

前述した、メインバンク制度が金融取引に伴うエージェンシー・コストを低減し、情報の非対称性を低減するというエージェンシー・コスト仮説に疑問を呈するのが大村・水上（2007）の研究である。具体的な疑問として次の点が挙げられる。

第一に、デット・ファイナンスの中で、市場型金融取引に属する社債の発行が極めて少なく、さらに銀行が社債権者の中核を占めるような未成熟な資本市場において、企業経営者が資金調達にあたり一般債権者を意識し、エージェンシー・コストを進んで負担する状況にあったかという疑問である。むしろ、融資銀行が自らの債権保全のためのモニタリングを行うインセンティブが存在し、コスト節約のために、複数の銀行による協調融資における代表的な監視者、そして情報生産者としてメインバンクが選ばれたと理解するのが自然であると指摘する。

さらに、日本において社債市場が育成されてこなかった理由として、社債市場の拡大によって、一般債権者の情報開示要求が厳しくなり、それに応じた企業経営者がディスクロージャー等によりエージェンシー・コストを追加的に負担していくことになり、一般債権者との間の情報の非対称性が緩和されることにより、情報生産機能の提供者としての相対的重要性が低下することを望まない銀行が社債市場の育成に消極的であったからではないかと指摘する。

第二は、メインバンクは最大債権者であると同時に、大口株主であるという点である。エージェ

ンシー・コスト仮説では、大口株主である立場と最大債権者である立場の利益相反が問題になる。最大債権者の立場を優先させたとすればそれは、メインバンク制度により、他の一般株主が軽視されてきたという結論になってしまう。そもそも、エージェンシー・コスト仮説は、株主と債権者の利益相反構造に着目して、そのトレードオフの関係から、株主資本と負債の「最適資本構成」を求めようとするものであり、同一の主体がどちらの立場にもなるという特異な状況を前提としたものではないのである。

第三は、債権者といっても同質的ではないという点である。企業経営者と一般債権者との間における情報の非対称性の程度と、経営者とメインバンクとの間における情報の非対称性の程度はかなり異なる。さらに、経営者にとっても広く市場に対して情報を提供するのと、メインバンクとのみ情報共有するのでは、情報提供コストも異なり、メインバンクに対してのみ差別的に充実した情報を提供することが可能になる。これらの理由により、エージェンシー・コスト仮説が日本のメインバンク制度を説明するのには無理があると大村・水上は主張する。その代替仮説として提示するのが「アウトソーシング仮説」である。

企業の成長期には生産・販売部門に人的資源や資本を配置するのに手一杯で、財務部門の機能を充実させる余力がない。こういった時期にメインバンク制度が機能したという事実認識に基づけば、企業側は、金融・財務の専門家である銀行に対して、借入ばかりではなく、付帯的な財務機能についても依存するインセンティブが生じ、また、銀行としても企業が生産・販売に注力し、より高い付加価値を実現することを望んだと考えるほうが説得的であろう。つまり、企業が銀行に財務機能をアウトソーシング（外注）していたとするのが大村・水上（2007）の主張である。

具体的には、メインバンクは、貸付ばかりではなく、プロジェクトの決定、配当政策、起債・増資を含むファイナンス手段の決定、合併・吸収、合併機会、余資運用のための技法、最新の金融商

2) 野村（2013）および横山（2013）を参照されたい。

品や市場動向に関する情報提供やアドバイス、財務システムや財務データベースの構築、人材派遣などを通じて、一種の総合的な財務サービスを提供していたと考えられる。企業側としても、総合的な財務コンサルティングサービスを銀行に期待するのであれば、できるだけ正確に多くの内部情報を伝えなければならなかったはずである。また、銀行も、できるだけ質の良い財務コンサルティングサービスを安価に提供するには、効率的に情報を収集・生産しなければならなかったはずである。つまり、内部情報を提供する企業にとっても、情報を生産する銀行にとっても、長期的で親密な関係を維持していくことが合理的であったと考えられ、アウトソーシング仮説とよばれる。そこでは、企業と銀行の関係を情報の非対称を前提とする関係ではなく、財務業務のアウトソーシングを通じて、銀行を企業の準内部者的立場に置くことで、いわば、情報が対称化された関係として、また単に資金調達という次元で捉えるのではなく、企業の財務能力という次元で捉えることによって、より現実的な高度成長期の企業ファイナンスの実情に迫るのではないかと主張するのが、大村・水上（2007）である。

もちろん、Douthett Jr. and Jung（2001）が指摘するように、メインバンクには、融資（そして出資先）企業およびその投資内容についての情報を得るインセンティブがあり、情報優位性を利用して経営者が最適な意思決定を下そうとするであろう。メインバンクが債権者でもあり、株主でもあるという状況により、より優れたモニタリングを通じて融資先企業の経営成績を上昇させることが期待される。

アウトソーシング仮説においては、銀行借入の優位性を説明する重要な要素として、企業内部における財務部門の充実度（人員体制、専門性等）に注目する。すなわち、成長段階にあっては、生産・販売など現業部門の拡充を急ぐ企業は、自前で賄えない財務機能をアウトソースするのが合理的である。銀行はそのような機能を包括的に果たすることができる最適な主体であり、成長期の企業にとっては、こうした銀行との「相対型ファイナンス」を選好する合理的な動機がある。

また、アウトソーシングのコストを極力抑制しながら、銀行に総合的な財務機能を発揮してもらうためには、企業は銀行に対してできるだけ詳細な情報を提供しなければならない。こうして企業は融資関係を受け入れてくれる銀行の中から、できるだけ質の高い総合的な財務サービスを提供できる銀行をメインバンクとして選択肢、安定した関係を結ぶことによって総合的な財務機能をアウトソースしてきたということである。

大村・水上（2007）の指摘をまとめれば、前述したような企業と銀行の関係が、高度経済成長期のコーポレート・ファイナンスの特徴であったとすれば、企業経営者とメインバンクとの間に有意な情報の非対称性が存在したと考えるよりも、むしろメインバンクは企業の内部情報の多くを共有する「準内部的な存在」として、あくまでも追加的に財務情報を生産していたと考えるのが妥当であろう。メインバンクが情報の準内部者であると考えれば、メインバンクと企業の関係が長期に安定的であることも理解しやすい。

1990年代に入り、銀行の不良債権問題が問題となって以来、審査・監視等による銀行の情報生産能力に対する不信が高まったが、メインバンクを企業の準内部者とみるならば、高度成長期から成熟後の低成長期に至る過程で生じた銀行の不良債権問題や、追い貸しと呼ばれる処理の先送りについても整合的な解釈を得ることができる。さらに、企業は成熟するに従って、銀行にアウトソースするニーズが低下し、銀行の介入に嫌気し、銀行離れが生じることから、財務能力を有する企業は、証券市場からのファイナンスへシフトしていくという一般的傾向についても整合的な理解が得られる。

つまり、大村・水上（2007）が主張するアウトソーシング仮説では、成長段階にある企業のメインバンクへの依存度は高いが、それは融資枠の維持といったファイナンス上のニーズとともに財務サービスへのニーズからくるものであり、そういった状況では情報の非対称性は必ずしも大きくないと考えられる。しかし、大企業へと成長すると、ファイナンス手段を多様化することが可能になり、メインバンクからの独立を目指すようにな

るため、あらゆる情報をメインバンクに提供するという事はなくなっていくということである。こうして企業側の交渉力が高まる結果として、大企業とメインバンクとの情報の非対称性は相対的に拡大し、市場型ファイナンスが活用されていく過程で、メインバンクと他の債権者、ないしは一般株主との情報の非対称性は逆に縮小してくと考えられる。

これらの研究も含め、日本におけるメインバンク制度の機能については多くの研究による分析が行われている（Prowse 1990, Rajan 1992, Aoki et al. 1994, Ueda 1994, Allen 1996, Weinstein and Yafeh 1998, Hoshi and Kashyap 2001, Hoshi 2001, Wu and Xu 2005, Wu and Yao 2012 など）。ただ、メインバンクが大口の債権者でもあり、かつ出資者であるということにより融資先（出資先）企業、そして企業の財務報告に対してどのような影響を及ぼすかについての包括的な分析を行った研究はほとんど存在しない³⁾。

3. 「利益の質」研究

「利益の質」とは何か？どのように測定するのか？利益の質に関する広範囲の調査研究を行った Dechow, Weili, and Schrand (2010, p.344) によれば、「質の高い利益は、意思決定者が下す意思決定に妥当な企業の財務成績の特徴に関するより多い情報を提供する」と「利益の質」を定義する。その上で、「利益の質」は、特定の意思決定モデルにおいて定義されるべきものであり、企業の経営成績に関する情報を提供するものではあるが経営成績の多くの要素が観察不能であり、経営成績を測定する会計制度の能力にも左右されるものであると指摘している。「利益の質」を対象とした幅広い先行研究については、Dechow et al. (2010) に詳述されているが、ここでは焦点を絞り「利益の質」の決定要素に関して Dechow et al. (2010) による6つの分類別の先行研究について概説する。それらの6つは、企業属性、企業財務報告実務、企業統治・統制、監査人、資本市場における

インセンティブ、および外的要因である。

まず企業属性の項目としては、特に、企業業績、負債、成長率と投資、および企業規模が利益の質に及ぼす影響が指摘されている。例えば業績が悪い企業は利益操作を行いやすく、結果として利益の質が低下するといったことである。次に、企業財務報告実務の利益の質に及ぼす影響としては、経営者による機会主義的な会計方法の選択により利益の質が低下するといったことである。企業統治・統制の利益の質に及ぼす影響は、特に本論文の対象とするメインバンク制度と利益の質との関係の研究の対象であるため、後に詳述する。監査人の利益の質に及ぼす影響としては、大手監査法人とそれ以外の監査法人による利益の質への影響の相違が検証されている。資本市場におけるインセンティブは、資本調達時における会計方法の選択や、利益数値を基にした業績目標がある場合の、それぞれの利益の質への影響が検証される。最後に外的要因としては、金融機関の自己資本規制、税制、会計規制（米国における SOX 法など）の利益の質への影響が検証される。

企業統治・統制が利益の質に及ぼす研究としては、次のようなものがある。Jensen and Meckling (1976) に代表される伝統的なエージェンシー理論においては、エージェンシー関係はプリンシパル（株主）がエージェント（経営者）に何らかのサービスを遂行させる契約である。内部統制とは経営者と株主間の利害対立を解消するための最適なモニタリング機能の一形態であり、経営者は自らの行動が株主の利益と一致していることを示すためのコスト（ボンディング・コスト）を担う。ここでは、取締役会の構成、内部統制手続、株式保有、経営者報酬および経営陣の交代といった事柄が分析の対象となる。しかし、これらによって経営者による機会主義的な利益操作が減り、結果として利益の質が向上するという結論を得ている先行研究もあるが、先行研究による結果は必ずしも一致していない。さらに、株式所有を巡る先行研究の結果はさらに混沌としている。経営者の株

3) 後述する梅澤・海老原 (2015) および Kojima et al. (2017) による研究は、銀行（メインバンク）によるモニタリングと財務報告の質の関係について分析を行っている。

式所有の研究によれば、経営者の株式所有割合が高くなれば、経営者和其他の株主との間の利害の一致（アラインメント）が強まる可能性がある（Warfield et al. 1995）。他方、経営者の株式保有が多いことが、経営者にとっての防御（エントレンチメント）となる可能性も指摘される（Morck et al. 1988）。先行研究においては、アラインメントとエントレンチメントのどちらも支持されており、経営者の株式所有割合と企業価値の間に経営者の所有割合の範囲によって、企業価値が増減するという非単調な関係があることが示唆されている。Teshima and Shuto (2008)、首藤 (2010) によれば、経営者の所有割合が低い場合と高い場合にアラインメント効果が、中間の場合にエントレンチメント効果がみられることが明らかになっている。

さらに、日本において様々な株主集団と利益の質との関係を検証した多くの先行研究が存在する。たとえば、金融機関や機関投資家による影響については Darrough et al. (1998) が、外国人投資家による影響については (Cheung et al. 1999, Chung et al. 2004, Guo et al. 2015) の研究が、内部者（経営者）持分の影響については Teshima and Shuto (2008) が、個人投資家による影響については Darrough et al. (1998) が、そして株式持合による影響については、Bae and Kim (1998)、Cheung et al. (1999)、Douthett Jr. and Jung (2001)、Chung et al. (2004) の研究である。このうち、内部者持分については、前述した通り、アラインメントとエントレンチメントのどちらもが支持される結果が示されている。外国人投資家による株式所有割合は 1990 年代から増加傾向にあり (Guo et al. 2015)、その利益の質に対する影響についても 2 つの対立した実証結果が明らかになっている。Guo et al. (2015) の実証結果が示唆するのは外国人投資家は幅広い知識を有し、洗練された投資家であり、そのスピルオーバー効果とよばれる間接的な効果により、企業の財務報告体制を含む統治体制は強化され、結果、利益の質は向上し、利益操作の度合いは低いというものである。同様に、Jiang and Kim (2004) は、外国人投資家の所有比率と財務報告の質の正の関係を

指摘し、情報の非対称問題も、外国人投資家比率が高い企業ほど少ないことを明らかにした。一方では、Cheung et al. (1999) は、それと反対に、外国人投資家は海外そして異なる文化圏における投資活動により情報劣位におかれているため、統治体制が弱くなるとし、外国人投資家の所有比率が高い企業ほど利益調整がより多く行われている（結果、利益の質が低い）という考えと整合的な実証結果を得ている。Chung et al. (2004) および Mazumder (2014) も同様の実証結果を得ている。

また、Darrough et al. (1998) は、金融機関の株式所有割合が高い企業は、利益減少的（保守的）な会計処理方法を用いることを明らかにしている。逆に、機関投資家の所有割合が高い企業がより利益増加的な会計処理方法を用いる傾向を明らかにしている。Douthett Jr. and Jung (2001) は、日本の企業グループ（系列）による株式持合の影響について検証し、系列企業が効率的なモニタリングを通じて財務報告の質が高いことを明らかにしている。

4. メインバンクの 「利益の質」に及ぼす影響

梅澤・海老原 (2015) は、企業統治の文脈において、銀行によるモニタリングと財務報告の質は代替関係にあり、メインバンク関係により財務報告の質の重要性が相対的に低下する可能性について言及している。メインバンク関係が財務報告の質を低下させるのであれば、メインバンク関係が強いほど、その融資先企業の財務報告の質が低いものと予測される。その予測に反して、実証分析の結果、2001 年以降の時期において「メインバンクの融資に高依存の企業は、低依存の企業と比べて財務報告の質は高い」、そして時期に関わらず「メインバンクの所有比率が高い企業は、低い企業と比べて財務報告の質は高い」と結論づけている。理論的根拠としては、Ball and Shivakumar (2005) 他の先行研究（青木、Aoki の諸論文等）の指摘する、財務報告の質と私的情報によるモニタリングの需要は、企業統治において代替関係であるとするものである。彼らの仮説である「メインバンクからの融資に高依存の企業は、低依存の

企業と比べて、財務報告の質は低い」については、2001年以降のデータでは支持されたが、それ以前のデータでは支持されなかった。

彼らの指摘では、メインバンクが債権者だけでなく、大株主として融資先企業の経営者の行動をコントロールすることで、企業の財務報告の質に影響を及ぼすことが示唆され、メインバンクの株式所有率が高い企業が財務報告の質は高いと予測される。もう一つの「メインバンクの所有比率が高い企業は、低い企業と比べて財務報告の質は高い」という仮説の実証結果は全期間で支持された。その理由として、彼らは、メインバンクは取引先企業の株式を5%まで保有することが認められているため、株式を保有する融資先企業の株価の低下を防ぐインセンティブを有すると指摘する。メインバンクが債権者と株主と両方の立場を有することが、Douthett Jr. and Jung (2001) が指摘するのと同様、企業の財務報告の質にも正の影響を与えていると結論づけられる。

Kojima et al. (2017) では、日本におけるメインバンク制度が、1997年の金融ビッグバンとよばれる金融制度の大改革が行われ、金融機関のモニタリング手法やガバナンスが大きく変化し、企業のコーポレート・ガバナンスには海外投資家や金融機関以外の機関投資家が重要な役割を果たすような仕組みがつくられたなかで、メインバンクの融資先（さらには出資先）企業に対する影響力にどのような変化があったのかを検証している。メインバンク制度は借手企業の利益の質を向上するために重要な役割を果たしているか？それ以外の投資家集団が利益の質を向上するためにどのような役割を担っているのか？国内機関投資家、外国人投資家、役員株主、小規模株主、安定保有株主の役割とメインバンクの役割の関係はどうなっているのか？株式持合や安定株主の存在によりメインバンクの果たす役割は減少しているのだろうか？メインバンクによる融資先企業への出資は、メインバンク以外の投資家集団の果たす影響を考慮に入れた上でも、借手企業の利益の質を高めていることに寄与しているかどうか？という問いの検証を行っている。

Kojima et al. (2017) による実証分析の結果は

次の通りである。第一に、メインバンクによる株式所有により、借手企業の利益の質に大きなプラスの影響があることが明らかになっている。企業との密接な関係、適切なモニタリング機能といった伝統的な特徴による正の効果が明らかになっている。そして、バブル崩壊以降批判され、多くの金融改革が行われてきたにも関わらず、メインバンク制度が実効性を有し、借手企業の利益の質を向上することに寄与していることへの証拠の提示である。第二に、外国人投資家によるモニタリング機能については、外国人投資家の割合が増えるにつれ、利益の質が下がっていることが明らかになった。しかもその影響は、メインバンクによる株式所有の影響を考慮した場合、ほとんど影響力がないことが明らかになった。第三に、機関投資家および内部投資家利益の質に及ぼす影響は、メインバンクによる所有株式の影響を考慮した場合、影響力がみられないことが明らかになった。これらの結果をまとめると、護送船団方式からの脱却をはかり、アングロサクソン型の市場主義経済を導入し、外国人投資家やその他の機関投資家によるコーポレート・ガバナンス体系の強化が図られたにもかかわらず、メインバンクの影響力は相変わらず強いということである。第四に、メインバンクの利益の質に及ぼす影響は、株式持合、安定保有株主を考慮すると若干減少するが、十分に保たれているということである。これらは、Aoki (1994) および青木 (2008) の主張するメインバンクの統合的なモニタリング機能がまだ機能していることを示唆するものであり、Prowse (1990) や Rajan (1992) が指摘したメインバンクによる企業経営者に対するコントロール機能が、金融改革を経た現在の日本の市場においても十分に機能していることを示唆するものである。これらの結果を踏まえ、規制当局が、銀行による借手企業の株式所有を5%を上限に制限していることに對して、出資制限を緩和することにより借手企業の利益の質が向上する可能性を示唆している。

メインバンク制度、そしてメインバンクが債権者と株主の両方の立場を有することが融資先企業の利益の質（財務報告の質）に与える影響につい

て分析を行った研究はまだ少なく、今後さらなる研究が行われることが期待される。

5. おわりに

本稿では、メインバンク制度が企業の報告財務利益の質に与える影響について、Kojima et al. (2017) の実証結果内容の分析および先行研究のレビューを行うことにより、理論的な説明を試みた。第一に日本におけるメインバンク制度について概説を行った。第二に、企業の報告する「利益の質」についての概説を行った。第三にメインバンク制度が「利益の質」に及ぼす影響について、Kojima et al. (2017) およびその他の先行研究の実証結果の検証を行った。メインバンク制度および「利益の質」をめぐる研究の領域は広く、そのすべてを網羅することは困難であるが、本稿により、今後の研究トピックとして重要である分野を浮き彫りにできたことは有意義であった。

今後の課題としては、大村・水上 (2007) が提唱するアウトソーシング仮説に基づき、利益の質と関連する新たな説明変数を探ること、Dechow et al. (2010) の紹介する先行研究で用いられた多くの「利益の質」に関する変数を用いて、メインバンク制度が利益の質に及ぼす影響のより精緻な分析を行うことが考えられる。

参考文献

(英語文献)

- Alchian, A., and H. Demsetz. 1972. Production, Information Costs, and Economic Organization. In: L. Putterman and R. S. Kroszner (Eds.), *The Economic Nature of the Firm: A Reader*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Allen, F. 1996. The Future of the Japanese Financial System. Center for Financial Institutions Working Papers 96-56. Wharton School Center for Financial Institutions. University of Pennsylvania. available at <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/96/9656.pdf>
- Aoki, M. 1994. Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View. In: M. Aoki and H. Patrick (Eds.), *The Japanese Main Bank system*. Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. and H. Patrick. 1994. *The Japanese Main Bank System-Its Relevance for Developing and Transforming Economics*. Oxford University Press NY.
- Aoki, M., H. Patrick, and P. Sheard. 1994. The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview. In: M. Aoki and H. Patrick (Eds.), *The Japanese Main Bank System*. Oxford: Oxford University Press.
- Bae, K. H., and J. B. Kim. 1998. The Usefulness of Earnings versus Book Value for Predicting Stock Returns and Cross Corporate Ownership in Japan. *Japan and the World Economy* 10. 467-485.
- Ball, R. and L. Shivakumar. 2005. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39(1) 83-128.
- Beatty, A. W., S. Liao, and J. Weber. 2010. The Effect of Private Information and Monitoring on the Role of Accounting Quality in Investment Decisions. *Contemporary Accounting Research* 27(1). 17-47.
- Biddle, G. C., and G. Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review* 81(5). 963-982.
- Cheung, J. K., J. B. Kim, and J. Lee. 1999. The Impact of Institutional Characteristics on Return-earnings Associations in Japan. *The International Journal of Accounting* 34(4). 571-596.
- Chung, R., S. Ho, and J. B. Kim. 2004. Ownership Structure and the Pricing of Discretionary Accruals in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 13. 1-20.
- Darrough, M. N., H. Pourjalali, and S. Saudagaran. 1998. Earnings Management in Japanese Companies. *The International Journal of Accounting* 33(3). 313-334.
- Dechow, P., W. Ge., and C. Schrand. 2010. Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3). 344-401.
- Diamond, D. W. 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies* 51(3). 393-414.
- Douthett, Jr, E. B., and K. Jung. 2001. Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Informativeness of Earnings. *Journal of International Financial Management and Accounting* 12(2). 133-159.
- Guo, J., P. Huang, Y. Zhang, and N. Zhou. 2015. Foreign Ownership and Real Earnings Management: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research* 14(2). 185-213.
- Hoshi, T. 2001. What Happened to Japanese Banks. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 1-29.

- Hoshi, T., and A. Kashyap. 2001. *Corporate Financing and Governance in Japan : The Road to the Future*. Cambridge, MA : The MIT Press.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4). 305-360.
- Jiang, L., and J-B. Kim. 2004. Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry : Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 15(3). 185-211.
- Kojima, K., B. Adhikary, and R. K. Mitra. 2017. Does Equity Holding of the Main Bank Influence Earnings Quality of its Client Firms? Empirical Evidence from Japan. *Journal of Multinational Financial Management*. Forthcoming.
- Mazumder, M. M. M. 2014. Corporate Ownership Structure and the Quality of Accounting Earnings : Evidence from Japanese Listed Firms. Ph.D Dissertation. Tohoku University Japan.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20(1-2). 293-315.
- Prowse, S. D. 1990. Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the U.S. and Japan. *Journal of Financial Economics* 27(1). 43-66.
- Rajan, R. 1992. Insiders and Outsiders : The Choice between Relationship and Arms-length Debt. *Journal of Finance* 47(4). 1367-1400.
- Teranishi, J. 1994. Loan Syndication in War-Time Japan and the Origins of the Main Bank System. In : M. Aoki and H. Patrick (Eds.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford : Clarendon Press.
- Teshima, N., and A. Shuto. 2008. Managerial Ownership and Earnings Management : Theory and Empirical Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 19(2). 107-132.
- Ueda, K. 1994. Institutional and Regulatory Framework for Japanese Main Bank System. In : M. Aoki and H. Patrick (Eds.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford : Clarendon Press.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20(1). 61-91.
- Weinstein, D. E., and Y. Yafeh. 1998. On the Costs of a Bank Centered Financial System : Evidence from the Changing Main Bank Relationships in Japan. *Journal of Finance* 53(2). 635-672.
- Wu, X., and J. Yao. 2012. Understanding the Rise and Decline of the Japanese Main Bank System : The Changing Effects of Bank Rent Extraction. *Journal of Banking and Finance* 36(1). 36-50.
- Wu, X., and L. Xu. 2005. The Value of Information of Financing Decisions and Corporate Governance during and after the Japanese Deregulations. *Journal of Business* 78(1). 243-280.
- (日本語文献)
- 青木昌彦『比較制度分析序説：経済システムの進化と多元性』講談社、2008年。
- 青木昌彦・奥野(藤原)正寛『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、1996年。
- 青木昌彦・ヒュー・パトリック編、白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996年。
- 梅澤俊浩・海老原崇「メインバンク関係が利益の質に及ぼす影響」北九州大学ワーキングペーパー 2015年4号。
- 大村敬一・水上慎士『金融再生危機の本質』日本経済新聞出版社、2007年。
- 岡田依里『日本の会計と会計環境 改訂版』同文館、1999年。
- 首藤昭信『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社、2010年。
- 野村敦子「銀行の出資規制緩和を巡る議論」『日本総研 JRI レビュー』第2巻第3号、2013年。
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/6575.pdf>
- 星野一郎『金融機関の時価会計 背景・役割・影響』東洋経済新報社、2001年。
- 三谷英貴「コーポレート・ガバナンスと利益調整に関する実証研究」『金融庁 FSA リサーチ・レビュー』第6号、2010年。
- 横山淳「銀行等の議決権保有規制の見直し いわゆる5% ルールの例外措置の拡充」『大和総研 金融システムの諸問題』、2013年2月4日。
https://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20130204_006773.html